

# 企業提升資訊透明度能否降低資金成本？

葉京怡

## 摘要

企業資訊透明化是提升公司治理的重要因素，證交所自民國九十二年開始針對國內上市櫃公司的資訊揭露情形加以評比。本研究根據資訊揭露評鑑結果，將公司依照資訊透明度的高低分成四大類：分別為透明度最佳、透明度佳、透明度不佳與自願性揭露等四組樣本，探討資訊透明度與權益資金成本、負債資金成本之間的關係。實證結果顯示：資訊透明度越差的公司，其資金成本越高，然而，本研究並無充分證據顯示資訊透明度越高的公司，其資金成本越低。此外，與過去文獻不同，本文發現自願性揭露越多資訊的公司，其權益資金成本越高，可能是資訊揭露評鑑系統在衡量企業自願性揭露程度時，較著重於揭露項目的多寡，而非揭露品質。因此，公司股價反而更容易受資訊影響而波動，導致資金成本越高。

**關鍵詞：**資訊透明度、權益資金成本、負債資金成本、自願性揭露、公司治理。

# Does cost of capital decrease with greater information transparency?

Ching-Yi Yeh

## Abstract

This paper investigates the relationship between corporate transparency and capital cost of the firm. The samples used in this paper were 260 publicly traded and 107 OTC companies in Taiwan between 2003 and 2005. The level of the firm's information transparency is based on the results of information disclosure and evaluation system which is implemented by TSEC. Empirical results indicate that "less transparency" is associated with a higher cost of capital. For firms with "more transparency", however, we find no evidence that capital cost will decrease. Contrary to early literatures, we find that firms which disclose more information voluntarily have higher cost of equity capital. This is likely a result of the evaluation system's focus on disclosure items rather than information quality. Accordingly, the enhanced disclosures would add to share price volatility thereby increasing risk and leading to a higher cost of equity capital.

**Keywords:** information transparency, cost of equity capital, cost of debt capital, voluntary disclosure, corporate governance.

## 壹、緒論

自 1998 年以來，台灣股市陸續爆發太電、博達、陸技、力霸等弊案，大部分案件均屬於財務報表或公開說明書不實，這些案例充分顯示國內企業對於財務資訊所作的揭露程度明顯不足；在資訊不夠公開透明的情況下，往往造成公司內部人有操縱盈餘的動機，也是企業發生弊案的主因。一連串弊案不僅造成投資人財產之損失，更使得投資大眾對企業揭露之財務資訊的信心大受影響。因此，如何提升企業的資訊透明度，以降低公司內部人與外部人之間的資訊不對稱，已成為主管機關日益重視的議題。

資訊透明度是指企業將公司的經營策略、財務狀況及公司治理等方面有關的資訊，向大眾及投資者做出適當的揭露。政府為提升國內企業資訊揭露的透明度，證券暨期貨市場發展基金會(以下簡稱「證基會」)自民國九十二年五月起開始進行上市櫃公司之資訊揭露評鑑，並成立「資訊揭露評鑑委員會」，針對國內企業的資訊揭露情形加以評比，並公布排名前三分之一資訊透明度較佳的公司，期望藉由獨立、公正、專業的第三者之評鑑系統，對全體上市櫃公司之資訊揭露透明度作一客觀且系統化之評量。

在探討資訊透明度有關的文獻中，多

數文獻支持公司資訊透明度越高，可減少資訊不對稱並降低企業資金成本 (Amihud and Mendelson(1986)、Diamond and Verrecchia(1991)、Lang and Lundholm (1996)、Botosan(1997)、Sengupta(1998)、陳瑞斌與許崇源(2008))。針對此論點，文獻所提之看法如下，由於嚴重的資訊不對稱可能導致投資人逆選擇行為，亦即公司與投資人間資訊落差越大，投資人行為將越趨保守。為了使投資者提高投資意願，公司有誘因主動提供更多資訊，而股價亦能維持於較高水準。此外，債權人與股東可依企業所揭露之資訊提高其對投資計畫風險評估的精確性。因此，企業資訊揭露程度越高，股東或債權人所要求之必要報酬率越低，企業因而取得較低的資金成本。然而，亦有學者對資訊揭露程度與資金成本關連性提出相反意見，Berton(1994)指出，企業揭露越多資訊，公司股價波動越大，導致權益資金成本因公司風險提高而上升。因此，本文主要研究目的即在釐清企業提升資訊透明度是否真能降低資金成本。此外，本文進一步想釐清，企業自願性揭露越多資訊，是否真能幫助投資人更加瞭解公司的營運狀況，進而減少資金成本？透過本文的實證分析，以期提供國內主管機關在提升資訊揭露政策有力的例證。

在研究資訊透明度與企業資金成本

關連性的相關文獻中，如何量化企業的資訊透明度一直備受討論。文獻上，大多採用兩種揭露指數的概念來衡量資訊透明度，第一種方式為專業評等機構所發佈之揭露指數，例如美國財務分析師聯盟 (FAF)、標準普爾國際信用評等公司 (S&P)、資訊揭露評鑑系統等。在過去文獻中，包括何里仁(2002)、張瑞當等人(2006)皆採此種方法衡量資訊透明度。第二種為內容分析法(content analysis)，此法係將公司的揭露項目彙總成表，再與年報中的揭露項目一一比對，以計算各公司之揭露指數。在計算揭露指數時，分為加權與不加權兩種方式，前者依據每個揭露項目的重要性與揭露程度，給予不同的權數，而權數的比重由研究者主觀決定。不加權方式則將每一種揭露指數視為同等重要，該項目有揭露為 1 分，未揭露則為 0 分。國內多數文獻採用內容分析法(參見莊尙志(2002)、金志遠(1999)等)。由於內容分析法的計算過程常因研究者個人主觀影響加權的比例；即使採不加權方式，亦難以客觀衡量每一項揭露指數的重要性，為避免此缺失，本研究採用證期會資訊揭露評鑑系統公佈之評鑑結果作為衡量透明度之依據。

「資訊揭露評鑑系統」近年來已是國內企業資訊透明度相當重要的參考指標。根據統計，第一屆至第三屆受評公司

家數分別為 919、981 與 1032 家，涵蓋國內上市櫃總家數的八成五左右，且上網查詢初步得分的家數比率高達 99%，顯示企業對此評鑑結果的高度重視。本研究以該系統公佈的評鑑結果作為公司資訊透明度之衡量指標，將上市櫃公司依照資訊透明度高低予以分成四大類：分別為透明度最佳、透明度佳、透明度不佳與自願性揭露等四組樣本公司，並透過敘述統計分析，檢驗不同資訊揭露程度的公司，其公司特性是否有顯著性的差異。其次，本文分別以權益資金成本與負債資金成本來檢驗企業資訊透明度與資金成本之間的關聯性。

本文後續章節內容如下：第貳節說明資料來源、資訊透明度的分類步驟與樣本敘述統計分析。第參節為實證模型、變數定義與說明。第肆節為實證結果與討論。第伍節則為本文的研究結論與建議。

## 貳、樣本與敘述統計

### 一、資訊揭露評鑑系統之簡介

本文以證基會所公佈的第一屆至第三屆資訊揭露評鑑結果作為企業資訊透明度的分類依據。該系統之評鑑範圍以上市櫃公司輸入「公開資訊觀測站」的資訊為要件，並以一個完整年度所發布的資訊為評鑑的分析依據。此評鑑系統自民國 92 年 5 月起開始蒐集資料，並進行第一

屆上市櫃公司之資訊揭露評鑑，該評鑑一年辦理一次，每年 5 月至 6 月於證券暨期貨市場發展基金會網頁公佈評鑑結果。第一、二屆評鑑結果僅公佈排名前三分之一的公司名單，自第三屆開始，將名單以成績區分成 A+ 級、A 級、B 級、C 級、C- 級等五類，並另增加自願性揭露之公司名單。

資訊揭露評鑑系統採非官方自發性規劃設計，以全體上市櫃公司為評鑑對象，但仍有少數公司不列入評鑑，例如於評鑑資料分析期間內掛牌未滿一年者、資料不足或變更交易方法、停止買賣、終止上市櫃、負責人因誠信問題被起訴等，以上為第一屆不列入評鑑對象之條件。第二、三屆增列財務報告經會計師出具繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見及其他經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失或爭議者兩項，亦不列入評鑑。

資訊揭露評鑑系統將受評公司區分為上市公司、上櫃公司兩組分別公佈評鑑結果。第一屆由於公開發行公司年報應行記載事項準則於民國 92 年 3 月大幅修訂，但金融控股公司、票券金融公司以及銀行之年報應行記載事項準則當時未一併修訂，使金融業整體成績受到影響，因此金融產業未同時列入一般產業前三分之一的公司名單(不區分上市、上櫃公司)，為符合資料一致性，本文未將金融

產業上市櫃公司名單納入樣本資料。而第三屆為鼓勵受評公司在法規規範外，額外進行自願性揭露，故增列「自願性揭露資訊較透明公司名單」。本文依據三屆評鑑結果將樣本公司依照資訊揭露評鑑程度予以分成四大類，並進一步探討企業資訊透明度與權益資金成本、負債資金成本及公司價值之關係。

## 二、樣本公司資訊透明度的分類說明

本文實證資料來自於證基會之資訊揭露評鑑結果、公開資訊觀測站以及臺灣經濟新報資料庫(TEJ)。樣本期間為民國 92 年 1 月 1 日至民國 94 年 12 月 31 日止。樣本公司依資訊透明度高低分為四大類，分別為：透明度最佳、透明度佳、透明度不佳及自願性揭露等四組樣本。

首先，綜合第一、二屆評鑑結果前三分之一的公司名單與第三屆評鑑結果 B 級以上之公司名單，取得重複樣本公司，共計上市 93 家、上櫃 30 家。接下來，從樣本公司中依是否到海外市場掛牌上市作為透明度最佳之指標<sup>1</sup>，據此篩選出屬於透明度最佳樣本公司，共計上市 21 家。其餘剩下的樣本公司則視為資訊透明度佳的樣本，共計上市 72 家、上櫃 30 家。其次，透明度不佳之樣本則依據臺灣經濟新報資料庫所有上市櫃公司名單中，排除

<sup>1</sup> 本文以海外掛牌作為透明度最佳之衡量指標的理由如下，通常有能力至海外掛牌上市的公司，不僅在經營績效、獲利能力、公司規模、資本結構等方面需具備一定的水準，且為了吸引海外投資者，尚須提供較多的公司資訊。因而，本研究合理假設海外掛牌公司之資訊透明度最高。

透明度最佳及佳之樣本及上市未滿一年、資料不足等因素之公司，再由三屆剩餘名單中，取得重複名單做為樣本，計上市共 103 家、上櫃共 62 家。

最後，本文自願性揭露之樣本，則是

依據第三屆資訊揭露評鑑結果額外公佈之自願性揭露名單，計上市共 64 家、上櫃共 15 家。有關樣本公司資訊透明度之分類過程，請參考圖 1。

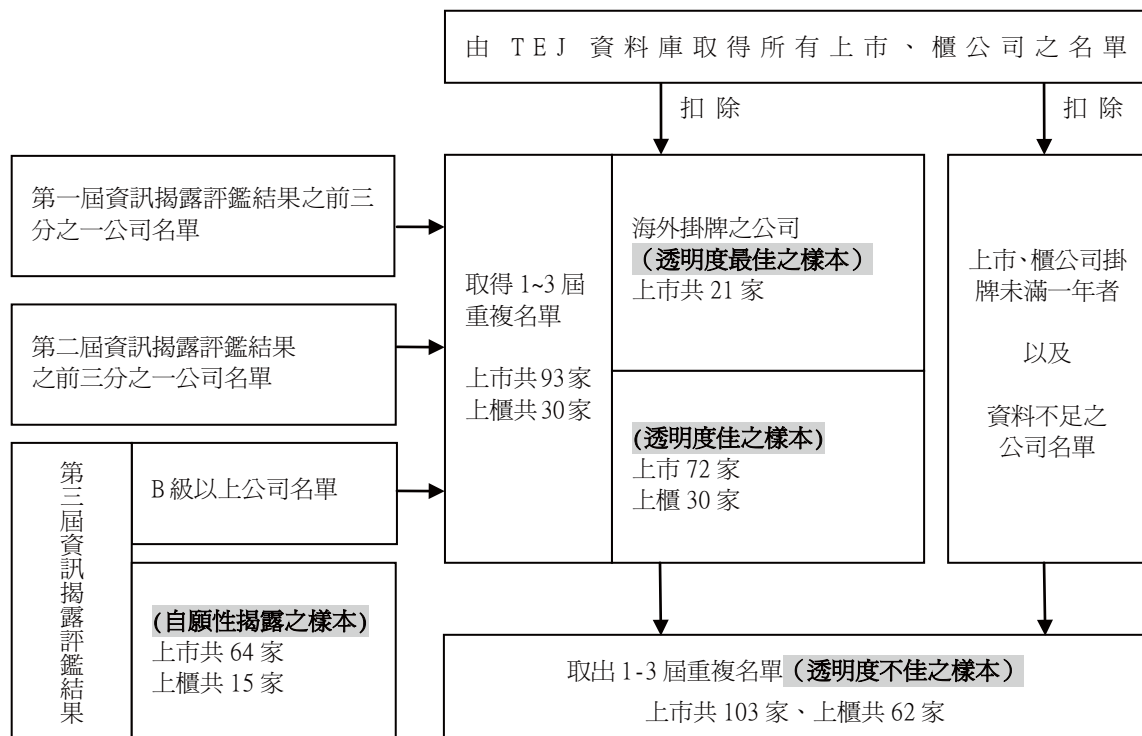


圖 1、樣本公司資訊透明度之分類說明

### 三、敘述統計分析

表 1、表 2 為不同資訊揭露類別下公司的財務基本概況。首先，以每股盈餘 (EPS)、股東權益報酬率 (ROE)、資產報酬率 (ROA) 等變數來衡量獲利能力。結果顯示資訊透明度愈高的上市公司，其獲利能

力愈佳。進一步觀察自願性揭露的樣本公司，其 ROE、ROA 與透明度最佳的相比，自願性揭露比透明度最佳的還高。由此得知，願意自發性揭露較多資訊的上市公司，其獲利能力明顯較佳。另外，就上櫃公司來看 (表 2)，上櫃透明度佳的樣本公

司獲利能力最高，其次是自願性揭露。有趣的是，我們發現願意自發性揭露較多資訊的上櫃公司，其獲利能力不見得較佳，此點與上市公司有明顯差異。

接著，以公司資本額衡量公司規模。結果顯示，資訊透明度與公司規模呈正比，資訊揭露程度越高，公司規模也越大，此結果可由本文以海外掛牌作為上市透明度最佳之代理指標來解釋，由於有能力到海外掛牌的公司，其公司通常較具規模。

其次，以負債比率來衡量財務結構。我們發現上市透明度最佳、佳、不佳及自願性揭露之平均值並沒有明顯的差異。然而，上櫃透明度佳的樣本公司，其負債比率平均為 39%，而上櫃透明度不佳則為 42%，顯示資訊揭露程度與負債比率呈反比。

最後，以貝他係數衡量公司系統風險，我們發現資訊揭露程度越高的公司，其貝他值越大，隱含公司的市場風險越高。

### 參、實證模型與變數說明

本文實證部份依序以權益資金成本、負債資金成本為應變數，解釋變數為公司資訊透明度之類別（以虛擬變數設定），並加入公司資本額、本益比、股東權益報酬率、每股盈餘、負債比率、個別

公司貝他係數、利息保障倍數、速動比率為控制變數。以下分別說明實證模型之設定。

#### 3.1 資訊透明度與權益資金成本模型一

$$R_E = \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \beta_4 (Size) + \beta_5 (PE\ ratio) + \beta_6 (ROE) + \beta_7 (EPS) + \beta_8 (Debt) + \beta_9 (Beta) + \varepsilon_i \dots\dots\dots(1)$$

變數符號說明：

$R_E$ ：採用 CAPM 市場模型估算之權益資金成本； $D_1$ 、 $D_2$ 、 $D_3$  均為虛擬變數，分別表示樣本公司之資訊透明度類別屬於最佳、佳與不佳，若公司資訊透明度屬於最佳，則  $D_1 = 1$ ，否則為 0，依此類推； $Size$ ：公司規模； $PE\ ratio$ ：本益比； $ROE$ ：股東權益報酬率； $EPS$ ：每股盈餘； $Debt$ ：負債比率； $Beta$ ：公司之貝他係數； $\varepsilon$ ：誤差項。

#### 模型二

$$R_E = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 (Size) + \beta_3 (PE\ ratio) + \beta_4 (ROE) + \beta_5 (EPS) + \beta_6 (Debt) + \beta_7 (Beta) + \varepsilon_i \dots\dots\dots(2)$$

其中  $D_1$  為虛擬變數，若上市櫃樣本公司屬於自願性揭露，則  $D_1$  為 1，否則為 0。

### 3.2 資訊透明度與負債資金成本

#### 模型三

$$R_D = \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \beta_4 (Times) + \beta_5 (Quick\_ratio) + \beta_6 (Debt) + \beta_7 (EPS) + \beta_8 (PE\ ratio) + \varepsilon_i \cdots (3)$$

其中  $R_D$  為負債資金成本； $D_1, D_2, D_3$  為資訊透明度類別的虛擬變數，其定義與模型一相同； $Times$ ：利息保障倍數； $Quick\_ratio$ ：速動比率。

#### 模型四

$$R_D = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 (Times) + \beta_3 (Quick\_ratio) + \beta_4 (Debt) + \beta_5 (EPS) + \beta_6 (PE\ ratio) + \varepsilon_i \cdots (4)$$

其中  $D_1$  為虛擬變數，若上市櫃樣本公司資訊透明度屬於自願性揭露，則  $D_1$  為 1，否則為 0。

### 3.3 變數衡量

#### 1、被解釋變數

##### (1) 權益資金成本

以資本資產訂價模型(CAPM)估算權益資金成本，依據 CAPM 模型，個別公司之權益資金成本等於無風險利率加上市場投資組合之風險貼水與個別公司貝他係數之乘積。公式如下：

$$E(R_E) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

其中：無風險利率( $R_f$ )以民國 92 年至 94 年臺灣銀行三年平均定期存款利率作為衡量變數；貝他係數( $\beta_i$ )為民國 92 年至 94 年各股三年平均貝他值；市場期望報酬率( $E(R_m)$ )採用民國 92 年至 94 年共三年的市場加權股價指數年報酬率之平均數來衡量。

##### (2) 負債資金成本

以民國 92 年至 94 年公司三年平均利息費用除以三年平均負債總額作為負債資金成本之衡量變數，公式如下。

$$\text{負債資金成本} = (\text{平均利息費用} \div \text{平均負債總額}) \times (1 - 25\%)$$

#### 2、解釋變數

##### (1) 資訊透明度水準

本文以資訊揭露評鑑系統公佈之名單，將公司依照透明度最佳、佳、不佳及自願性揭露四類，不同等級的公司分別以虛擬變數設定。

##### (2) 控制變數

為控制個別公司差異對於資金成本的影響，我們於迴歸模型中加入公司特性變數，包括公司規模( $Size$ )、本益比( $PE\_ratio$ )、股東權益報酬率( $ROE$ )、每股盈餘( $EPS$ )、負債比率( $Debt$ )、貝他係數( $Beta$ )。此外，在檢驗負債資金成本



與資訊透明度指標的迴歸模型中，亦加入利息保障倍數 (*Times*)、速動比率 (*Quick\_ratio*) 兩項公司償債能力作為控制變數。所有控制變數皆取民國 92 年至 94 年三年之平均值。

## 肆、實證結果與討論

### 一、資訊透明度與權益資金成本

為檢驗解釋變數間是否存在共線性的問題，大多文獻採變異數膨脹因子 (*Variance inflation factors*, *VIF*)。本文以此方法先檢驗變數間有無共線性，其判斷準則為，若 *VIF* 大於 10 時，隱含解釋變數間可能存在共線性，否則無共線性之疑慮。*VIF* 的計算公式為：

$$(VIF)_k = (1 - R_k^2)^{-1}$$

所有實證結果顯示，*VIF* 值約介於 1.00 至 3.00 之間，並無顯著大於 10，表示解釋變數間無共線性問題。

表 3 是資訊透明度與權益資金成本的實證結果。由解釋變數之係數值，我們發現，不同資訊透明度的虛擬變數之係數值皆顯著為正。此結果可分兩點來說明，首先，對於資訊透明度不佳的樣本公司，其資金成本較高，此與過去文獻是一致的。然而，本文無充分證據顯示，資訊透明度越高的公司，其權益資金成本越低。相反地，資訊透明度越高的公司，資金成

本反而越高，推究可能的原因，由本文第二部分敘述統計結果顯示，資訊透明度越高的公司，其貝他值越大，隱含公司面臨的市場風險越高，因而投資人要求的權益資金成本也越大。此點與 Berton(1994)的結論一致，Berton 認為企業揭露越多資訊，公司股價波動越大，導致權益資金成本因公司風險提高而上升。

表 3 中亦加入公司資本額、本益比、負債比率、股東權益報酬率、每股盈餘、貝他值等控制變數，每股盈餘與權益資金成本呈顯著負相關，表示獲利能力越高，權益資金成本越低。而 Beta 值與權益資金成本顯著為正相關，顯示公司風險提高時，投資人要求的必要報酬率也跟著增加。

表 4 為自願性揭露與資金成本之實證結果，本文發現自願性揭露更多資訊的公司，資本成本反而越高，此發現與過去文獻指出自願性揭露可降低權益資金成本的看法並不一致。本文認為原因是評鑑系統在判斷企業是否屬於自願性揭露時，關注於企業揭露項目多寡，而不是揭露資訊的品質。因此，企業自願性揭露更多資訊，未必能降低投資人對公司風險的疑慮，反而使股價更易受市場資訊影響而波動，故投資人的必要報酬率也相對地提高。

## 二、資訊透明度與負債資金成本

表 5 的實證結果發現，資訊透明度不佳的樣本公司，其負債資金成本越高，此結果與過去文獻一致。然而，資訊透明度越高的公司，負債資金成本反而越高。

迴歸模型中加入利息保障倍數、速動比率、負債比率、每股盈餘、本益比等控制變數。其中，速動比率、每股盈餘與負債資金成本間呈顯著負相關。究其原因，當公司償債能力及獲利能力越高時，公司可以經由高獲利，達到資金取得，並加快償還債務的速度，進而降低負債資金成本。而負債比率與負債資金成本呈顯著正相關，顯示公司資金來源若以舉債資金居多，則公司須承擔的負債資金成本越高。

表 6 顯示，自願性揭露與負債資金成本呈不顯著正相關。模型中加入控制變數後，利息保障倍數、每股盈餘與負債資金成本間呈顯著負相關，與表 5 結果一致。

## 伍、結論與建議

本文主要探討資訊透明度與權益資金成本、負債資金成本之間的關係，以下將結論彙整如下：

一、敘述統計顯示，透明度愈高的上市公司，獲利能力愈佳，且自願揭露越多資訊的上市公司獲利能力最高。然而，對上櫃公司來說，自願揭露較多

資訊的公司，其獲利能力不見得較佳，公司規模也較小。此外，我們發現資訊揭露程度越高，公司的市場風險也越高。

二、實證結果發現，資訊透明度不佳的樣本公司，其資金成本較高，此點與過去文獻相同。但本文實證結果並無充分證據顯示資訊透明度越高的公司，其資金成本越低。反而資訊透明度越高的公司，因市場風險較大導致股價波動，因而資金成本反而越高。

三、與過去文獻不同，本文發現自願揭露越多資訊的樣本公司，其資金成本越高。可能原因是資訊揭露評鑑系統在衡量企業自願性揭露程度時，較著重於揭露項目的多寡，而非揭露品質。因此，公司股價反而更容易受資訊影響而波動，導致資金成本越高。

本文於公司的資訊透明度分類過程，係根據第一至第三屆的資訊揭露評鑑結果。該評鑑系統實施至今，已有七屆。因此，研究期間過短可能導致公司資訊透明度的分類無法真實反映企業資訊透明化的程度，此亦可能為本文實證結果與過去文獻不一致的原因，未來可採多屆的評鑑結果並擴展研究期間，此為本文後續努力的方向。

## 參考文獻

- [1] 何里仁 (2002),「公司治理之資訊透明度與績效評核關聯性之研究」,逢甲大學會計與財稅所,未出版碩士論文。
- [2] 金志遠 (1999),「董事會特性與年報自願性揭露關係之研究」,國立政治大學會計研究所,未出版碩士論文。
- [3] 莊尚志 (2002),「資訊揭露程度與資金成本關係之實證研究」,東吳大學會計研究所,未出版碩士論文。
- [4] 張瑞當、方俊儒 (2006),「資訊揭露評鑑系統對企業盈餘管理行為之影響」,會計評論,第42期,頁1-22。
- [5] 陳瑞斌、許崇源 (2008),「資訊揭露水準對於權益資金成本之影響」,東吳經濟商學學報,第61期,頁67-108。
- [6] Amihud, Y., and H. Mendelson. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249.
- [7] Botosan, C. A., (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72, 323-349.
- [8] Berton, L., (1994). Companies pressure accounting panel to modify demands for more data. *Wall Street Journal*, 16, A2.
- [9] Diamond, D., and R. Verrecchia. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of equity capital. *The Journal of Finance*, 1325-1360.
- [10] Lang, M., and R. Lundholm. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31, 246-271.
- [11] Sengupta, P., (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73, 459-47
-

表 1、不同資訊透明度下之上市公司財務狀況

每股盈餘 (單位：元) (EPS)					
透明度分類	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上市透明度最佳	2.52	2.60	10.21	-4.51	21
上市透明度佳	2.33	1.48	25.96	-7.66	72
上市透明度不佳	0.75	0.48	9.47	-6.91	103
上市自願性揭露	2.48	2.14	10.21	-2.12	64

股東權益報酬率 (單位：%) (ROE)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上市透明度最佳	10.68	12.97	29.91	-34.09	21
上市透明度佳	11.09	10.21	55.18	-63.70	72
上市透明度不佳	4.39	3.96	34.44	-64.51	103
上市自願性揭露	13.22	13.21	52.00	-22.84	64

資產報酬率 (單位：%) (ROA)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上市透明度最佳	7.34	8.60	22.80	-18.00	21
上市透明度佳	7.87	6.14	45.65	-27.44	72
上市透明度不佳	3.85	3.02	37.16	-25.44	103
上市自願性揭露	8.47	7.70	43.22	-6.64	64

公司資本額 (單位：10 億)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上市透明度最佳	46.00	29.16	258.23	3.21	21
上市透明度佳	15.50	3.66	52.05	0.65	72
上市透明度不佳	2.93	2.09	20.50	0.42	103
上市自願性揭露	20.80	3.40	52.05	0.33	64

負債比率 (%)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上市透明度最佳	35.60	39.35	52.70	8.51	21
上市透明度佳	39.05	38.20	82.70	5.98	72
上市透明度不佳	38.80	39.23	83.32	2.50	103
上市自願性揭露	38.62	39.00	82.70	1.55	64

貝他值					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上市透明度最佳	1.12	1.12	1.50	0.32	21
上市透明度佳	0.84	0.85	1.43	0.11	72
上市透明度不佳	0.60	0.80	1.39	0.00	103
上市自願性揭露	0.82	0.86	1.46	0.00	64

表 2、不同資訊透明度下之上櫃公司財務狀況

每股盈餘 (單位：元) (EPS)					
透明度分類	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上櫃透明度佳	1.34	1.08	11.76	-5.83	30
上櫃透明度不佳	0.78	0.60	12.58	-6.02	62
上櫃自願性揭露	1.08	1.04	6.29	-3.97	15

股東權益報酬率 (單位：%) (ROE)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上櫃透明度佳	6.32	8.06	50.36	-91.31	30
上櫃透明度不佳	6.06	6.18	33.36	-49.45	62
上櫃自願性揭露	6.11	6.90	34.40	-46.00	15

資產報酬率 (單位：%) (ROA)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上櫃透明度佳	4.98	5.01	27.87	-54.30	30
上櫃透明度不佳	3.77	3.06	24.84	-28.51	62
上櫃自願性揭露	4.79	4.25	23.95	-15.51	15

公司資本額 (單位：10 億)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上櫃透明度佳	29.52	7.82	625.78	2.02	30
上櫃透明度不佳	9.63	7.13	30.88	2.45	62
上櫃自願性揭露	8.36	1.83	22.00	3.00	15

負債比率 (%)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上櫃透明度佳	39.05	38.95	73.43	5.20	30
上櫃透明度不佳	42.06	41.88	82.21	7.59	62
上櫃自願性揭露	34.90	37.44	74.00	1.86	15

貝他值					
	平均數	中位數	最大值	最小值	樣本數
上櫃透明度佳	0.81	0.71	1.76	0.25	30
上櫃透明度不佳	0.61	0.53	1.50	0.09	62
上櫃自願性揭露	0.67	0.69	1.16	0.16	15

表 3、資訊透明度與權益資金成本之迴歸結果

表 3 中之迴歸樣本包含透明度最佳、佳與不佳之上市、上櫃公司，共計 288 家。權益資金成本以 CAPM 估計。資訊透明度最佳、佳、不佳分別以虛擬變數設定，控制變數包括公司規模、本益比、股東權益報酬率、每股盈餘、負債比率與公司貝他係數。VIF 用以衡量解釋變數間是否存在共線性問題，若  $VIF > 10$ ，隱含解釋變數間可能存在共線性問題，否則無共線性問題。\*\*\*,\*\*,\*分別為達顯著水準 1%、5%與 10%。

解釋變數	估計係數	t 統計	P 值	VIF
透明度最佳	0.091***	5.238	0.000	
透明度佳	0.080***	4.995	0.000	
透明度不佳	0.090***	6.559	0.000	
公司規模	1.721*	1.881	0.060	1.028
本益比	0.000	0.436	0.662	1.009
股東權益報酬率	0.000	1.172	0.241	2.777
每股盈餘	-0.006***	-2.737	0.006	2.766
負債比率	0.000	0.002	0.997	1.085
貝他值	0.129***	12.034	0.000	1.009
調整的 R <sup>2</sup>	0.909			
F 值	333.8			
樣本數	288			

表 4、自願性揭露與權益資金成本之迴歸結果

表 4 中之迴歸樣本包含透明度最佳、佳與不佳與自願性揭露之上市、上櫃公司，共計 335 家。權益資金成本以 CAPM 估計。“自願性揭露”為虛擬變數，若公司資訊透明度屬於自願性揭露，該變數為 1，否則為 0。控制變數包括公司規模、本益比、股東權益報酬率、每股盈餘、負債比率與公司貝他係數。VIF 用以衡量解釋變數間是否存在共線性問題，若  $VIF > 10$ ，隱含解釋變數間可能存在共線性問題，否則無共線性問題。\*\*\*, \*\*, \* 分別為達顯著水準 1%、5% 與 10%。

解釋變數	估計係數	t 統計	P 值	VIF
截距項	0.179***	6.557	0.000	
自願性揭露	0.098***	5.750	0.000	
公司規模	0.000	0.000	1.000	1.073
本益比	0.000	-0.404	0.686	0.981
股東權益報酬率	0.000	-0.158	0.874	2.877
每股盈餘	-0.010**	-2.111	0.035	2.932
負債比率	0.000	-1.204	0.229	0.499
貝他值	0.052**	2.365	0.018	0.680
調整的 $R^2$	0.1075			
F 值	6.745			
樣本數	335			

表 5、資訊透明度與負債資金成本之迴歸結果

表 5 之迴歸樣本包含透明度最佳、佳與不佳之上市、上櫃公司，共計 288 家。負債資金成本為利息費用除以負債總額來計算。資訊透明度最佳、佳、不佳分別以虛擬變數設定，控制變數包括利息保障倍數、速動比率、負債比率、每股盈餘與本益比。VIF 用以衡量解釋變數間是否存在共線性問題，若  $VIF > 10$ ，隱含解釋變數間可能存在共線性問題，否則無共線性問題。\*\*\*,\*\*,\*分別為達顯著水準 1%、5%與 10%。

解釋變數	估計係數	t 統計	P 值	VIF
透明度最佳	0.007***	3.960	0.000	
透明度佳	0.010***	6.173	0.000	
透明度不佳	0.009***	6.230	0.000	
利息保障倍數	0.000	0.260	0.764	1.288
速動比率	-0.001***	-3.927	0.000	1.323
負債比率	0.000	2.468	0.014	1.321
每股盈餘	-0.007***	-4.102	0.000	1.274
本益比	0.000	1.486	0.138	1.000
調整的 R <sup>2</sup>	0.7196			
F 值	94.592			
樣本數	288			



表 6、自願性揭露與負債資金成本之迴歸結果

表 6 中之迴歸樣本包含透明度最佳、佳與不佳與自願性揭露之上市、上櫃公司，共計 335 家。負債資金成本為利息費用除以負債總額來計算。“自願性揭露”為虛擬變數，若公司資訊透明度屬於自願性揭露，該變數為 1，否則為 0。控制變數包括利息保障倍數、速動比率、負債比率、每股盈餘與本益比。VIF 用以衡量解釋變數間是否存在共線性問題，若  $VIF > 10$ ，隱含解釋變數間可能存在共線性問題，否則無共線性問題。\*\*\*, \*\*, \* 分別為達顯著水準 1%、5% 與 10%。

解釋變數	估計係數	t 統計	P 值	VIF
截距項	0.006***	5.639	0.000	
自願性揭露	0.000	0.269	0.787	
利息保障倍數	-0.001*	-1.903	0.057	1.047
速動比率	0.000	-0.688	0.491	1.207
負債比率	0.001***	4.490	0.000	1.110
每股盈餘	0.00	1.439	0.150	0.993
本益比	-0.005***	-3.430	0.000	-1.231
調整的 R <sup>2</sup>	0.1424			
F 值	10.246			
樣本數	335			

